

みずほマーケット・トピック(2023年3月15日)

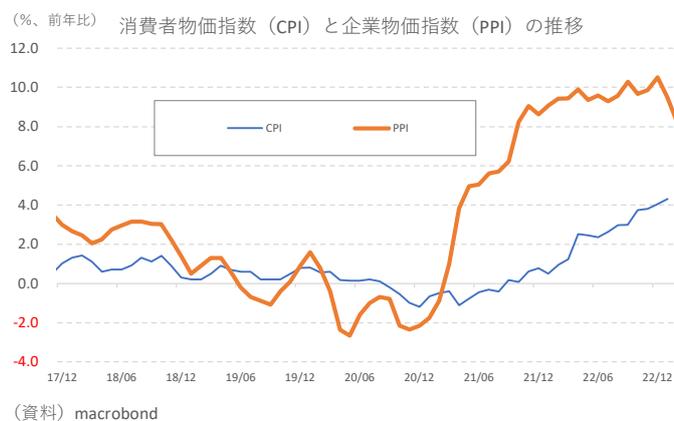
企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～

先週の本欄では欧米のインフレピークアウトに対して日本のインフレが依然加速している事実を議論した。この点、先週10日に公表された2月国内企業物価(PPI)からは未だに残存するインフレ圧力を確認することができた。全体的に伸びが鈍化している様子が窺えたものの、政府の光熱費対策や資源価格の落ち着いた影響が大きい。実は下落をけん引している資源関連項目を除くと前月比は+0.2%とまだ伸びている。消費者物価同様、企業間取引でも「物価上昇の主役がエネルギー以外に移っている」という実情が窺える。なお、輸入物価指数を見ると契約通貨ベースの伸びが前年比+3.1%と約2年ぶりの低水準にまで鈍化しており、資源価格の騰勢を受けたインフレの影響がようやく一義的には収束している様子が窺える。だが、円ベースの伸びに目をやれば依然、優に2ケタを超える伸びが継続中。家計や企業が体感する輸入物価の実情は円ベースに近く、その意味で昨年から社会問題化しているコストプッシュ型のインフレは今なお、日本経済の直面している課題と言える。植田新体制ではこうした「悪い円安」の爪痕とも言える状況を踏まえた上で政策運営が行われるはず。

～企業間取引でもエネルギー以外がインフレけん引～

シリコンバレー銀行(SVB)破綻にまつわる混乱は完全な収束を見たわけではないが、債権売却先の交渉が順当に進んでいるという報道も相次ぐ中、とりあえずは小康を見ている。SVBとシグニチャー銀行、2行の預金を全額保護した以上、FRBがインフレ抑制に必要なだと主張していた利上げは取り下げられることは無いというのが筆者の基本認識である。同時に、時々刻々と変わる情報を勘案しながら、適宜予想形成を図る必要があるため、シナリオが可変的であることも付記したい。

なお、インフレに関して言えば、先週の本欄では欧米のインフレピークアウトに対して日本のインフレが依然として加速が続いている事実を議論した。今後、SVB問題で欧米中銀の利上げが停止することがあるのだとしたら(可能性は低いと考えるが)、日本で続くインフレは内外金利差縮小を示唆し、円高を招来する可能性がある。この点、先週10日に公表された2月国内企業物価(PPI)の実情は未だに残存するインフレ圧



力を確認することができたという意味で興味深いものであった。前月比こそ▲0.4%と2020年11月以来のマイナスを記録し、市場予想の中心(同▲0.3%)を下回る動きが見られたが、前年比は+8.2%と引き続き大幅な伸びが続いた。もちろん、前年比に関しても前月の+9.5%からは減速して

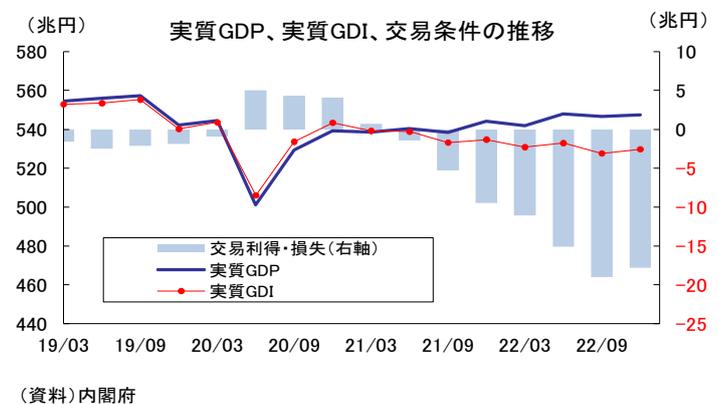
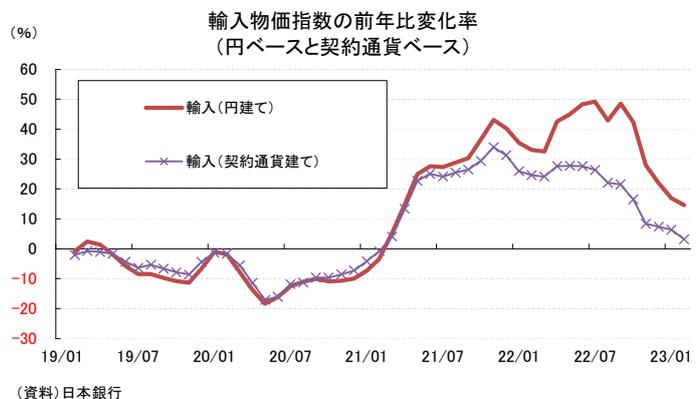
おり、インフレの抑制は確かに進んでいるように見える。

しかし、2月のPPIが鈍化している背景には同月から適用が始まった政府の「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の効果がある。例えば電気・都市ガス・水道の前月比寄与度は▲0.52%ptと全体のマイナス幅よりも大きい。このほか、周知の通り、原油価格の落ち着きも見られていることにより（決して顕著に下落しているわけではなくあくまで「落ち着いている」だけだが）、石油・石炭製品も前月比寄与度が▲0.10%ptとマイナス寄与となっている。このほか木材・木製品も前月比寄与度が▲0.02%ptとややマイナス寄与となっているが、この3項目（電気・ガス・水道、石油・石炭製品、木材・木製品）を除くと前月比は+0.2%になる。前週の本欄でも論じたが、企業間取引においても「物価上昇の主役がエネルギー以外に移っている」という実情が窺い知れる。2月以降、消費者物価指数(CPI)でも「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の効果が表れピークアウト感が出るものの、それが基調的な物価の落ち着きを示すのかどうかは現状では判断が付きにくい。

後述するように、円安と資源高を併発した輸入インフレの圧力は概ね一巡した印象だが、価格転嫁はまだ道半ばであり、実体経済の下流に位置する最終財などにおいては引き続きインフレ圧力が残っているのが現状である。前頁図に見るように、PPIと消費者物価指数(CPI)が詰まり始めており、企業段階におけるコスト高が消費者段階に降り始めているのが現状と見受けられる。名目賃金の上昇が例年になく高まる中、こうした動きが持続するのかが注目の的。

～円安の爪痕はまだ残る～

なお、輸入物価指数を見ると契約通貨ベースの伸びが前年比+3.1%と約2年ぶりの低水準にまで鈍化しており、資源価格の騰勢を受けたインフレの影響がようやく一義的には収束している様子が窺える。しかし、円ベースの伸びに目をやれば、輸入物価指数は前年比+14.6%と依然、優に2ケタを超える伸び幅を維持している(図・上)。家計や企業が体感する輸入物価の実情は円ベースに近く、その意味で昨年から社会問題化しているコストプッシュ型のインフレは今なお、日本経済の直面している課題と言って差し支えない。2022年に物議を醸した「円安は良いか、悪いか」問題は本欄でも繰り返し論じた通り、総論・各論を切り分けた議論が必要である。しかし、現実問題として資源高が終息しても、円安が残っているせいで「より高いコストを輸入財に支払う必要がある」という状況があることは認める必要があるだろう。それは交易損失の拡大ひいては実質GDIの悪化を通じて日本経済が



ら消費・投資意欲を奪っている現状と重なる(前頁図・下)。

～植田新体制は「悪い円安」の爪痕をしっかり考慮する～

ドル/円相場が 152 円付近でピークアウトして以降、2022 年の流行語大賞にもノミネートされた「悪い円安」調は鳴りを潜めている。しかし、上で見てきたように、その爪痕は現在の物価統計や GDP 統計からはっきり確認できる。こうした状況に対し、植田新体制の日銀がどういった挙動を示すかは想像に難くない。新体制は「物価上昇が原因で、景気回復が結果」という倒錯したリフレ思想に侵されておらず、実質 GDI 悪化や交易損失拡大といった実体経済分析をしっかり踏まえ、過度に引き締めの政策運営は避けるだろう。裏を返せば、ヘッドラインの物価指標が上振れ、高止まりすることを受けて外野からは正常化を催促・期待する声が強まってもこれに取り合うことはないと考えられる。かねて本欄で議論している通り、植田新体制では元より過剰な方策で修正の必要があったイールドカーブコントロール(YCC)とマイナス金利の2つの悪手を葬るのが最優先事項とされ、それ以上の引き締めは検討されないと考えることが基本線になると予想したい。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「バス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を学ぶか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版